

Mensile Materie Prime

I timori sul ciclo economico penalizzano le Commodity

Energia: outlook Mod. Positivo, scenario rialzista confermato su gas e petrolio

Nonostante il recente storno delle quotazioni del petrolio, non cambia la nostra previsione che vedrà il mercato energetico ancora sotto pressione, specie nella seconda parte dell'anno. Il nostro scenario resta pertanto immutato, con stime dei prezzi comunque alti per il petrolio e una bassa pressione sul gas nel breve, ma con accentuati rischi rialzisti nel corso del prossimo trimestre (per via della ricostituzione delle scorte) e poi a fine anno, quando i consumi per il riscaldamento premeranno sulle forniture.

Metalli preziosi: outlook Neutrale in un quadro gravato da molte incognite

I minori timori sul settore bancario hanno lasciato il posto all'incertezza sull'accordo tra Congresso e Casa Bianca sull'innalzamento del tetto del debito americano, divenuto ora il maggior fattore di rischio che potrebbe alimentare la domanda di investimenti difensivi. In questa dinamica sarebbe l'oro a intercettare la maggior parte dei flussi perché il dollaro, pur essendo un bene rifugio, risulterebbe parte integrante dell'eventuale crisi del sistema USA. Un quadro complicato e piuttosto incerto che ci spinge a una cauta riconferma dell'outlook Neutrale per il comparto, ma con una maggior possibilità di rialzo per oro e argento nel breve termine (3-6 mesi).

Metalli industriali: outlook Neutrale nel breve e cauto ottimismo nel lungo

L'incertezza del quadro sui Metalli nel breve periodo impedisce un maggior ottimismo e invita alla prudenza. Viceversa, nel lungo periodo non cambiano gli elementi positivi: la domanda di Metalli industriali dovrebbe crescere, stimolata dalla ripresa in Cina e dagli investimenti legati alla transizione ecologica. L'erosione delle scorte e la scarsità dell'offerta rischiano di aggravarsi rapidamente, a causa dei ridotti investimenti effettuati, premendo al rialzo sulle quotazioni.

Prodotti agricoli: outlook Neutrale mentre crescono i timori sul clima nel 2023

Non cambia lo scenario sugli Agricoli: il cambiamento climatico, le costanti tensioni geopolitiche e il rincaro dei costi produttivi sono i fattori che determineranno la dinamica dei prezzi nel 2023. Un ritorno a condizioni meteorologiche più vicine alla media storica – che rendano meno aleatorie le stime sulla produzione agricola e, quindi, sull'offerta commerciale – resta l'unica soluzione per lenire le tensioni sul comparto. Allo stato attuale, invece, si amplia la probabilità che si ripropongano i medesimi effetti negativi sulle colture già registrati la scorsa annata, alimentando ulteriori pressioni rialziste sui prezzi.

■ Soft Commodity:

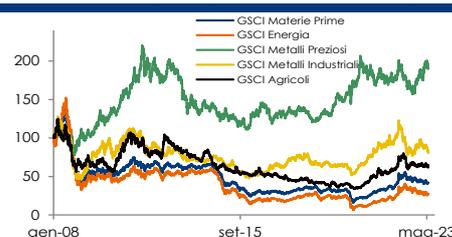
- Cotone:** la resa dei raccolti, minacciata dal meteo avverso, potrebbe premere sui prezzi.
- Zucchero:** i raccolti di India e Brasile determineranno la dinamica dello zucchero.
- Caffè:** scenario parzialmente diversificato per i prezzi delle due qualità di caffè.
- Cacao:** è atteso consolidare nel breve in vista dell'esito dei raccolti estivi in Africa.

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	24.05.23	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	3.228,0	-7,7	31,3	15,8
GSCI Energia	550,7	-9,8	53,0	4,7
GSCI Met. Preziosi	2.215,4	6,6	0,3	41,8
GSCI Met. Industriali	1.503,0	-10,3	-10,0	5,7
GSCI Prod. Agricoli	533,1	-4,7	15,6	28,7

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso al 24.05.2023

Andamento dei principali indici commodity



Nota: media mobile a 30 giorni, serie storiche dei principali indici dei prezzi delle materie prime; 24.05.2023 = 100. Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

25 maggio 2023 – 13:19 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per  
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

25 maggio 2023 - 13:26 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale\*

	Mag.	Apr.
WTI	+	+
Brent	+	+
Gas naturale	=	=
Gasolio	+	+
Oro	=	-
Argento	=	-
Rame	+	=
Alluminio	=	=
Zinco	=	=
Nickel	+	+
Mais	=	=
Frumento	+	+
Soia	=	=
Cotone	=	=
Zucchero	=	=
Caffè Arabica	=	=
Caffè Robusta	-	-
Cacao	=	=

Nota: (\*) nel breve termine; +: Positivo o Mod. Positivo; -: Negativo; =: Neutrale. Fonte: Refinitiv Datastream

Performance commodity

(%)	2023	2022
WTI	-7,4	6,7
Brent	-8,8	10,5
Gas naturale	-46,4	20,0
Gasolio	-24,2	38,1
Oro	7,6	-0,1
Argento	-3,8	2,9
Rame	-5,6	-13,9
Alluminio	-7,3	-15,3
Zinco	-23,2	-16,3
Nickel	-31,0	44,8
Mais	-13,4	14,4
Frumento	-23,5	2,8
Soia	-12,8	14,3
Cotone	-2,0	-26,0
Caffè Arabica	12,4	-24,9

Fonte: Bloomberg. Dati al 24.05.2023

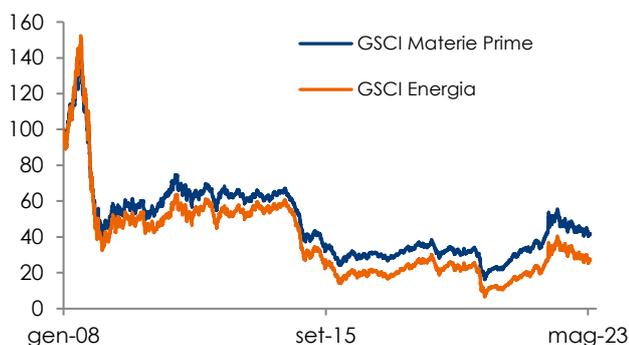
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 24.05.2023 (salvo diversa indicazione).

Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

## Energia: prezzi stabili ma in possibile rialzo nel 2° semestre

**Commodity: lo scenario si fa più incerto mentre si intensificano i timori sul ciclo economico e quindi sulla futura domanda.** Il sentiment di fondo sulle Commodity resta immutato rispetto al mese scorso: si intensificano i timori sulla futura richiesta di risorse, in caso di un rallentamento più marcato del ciclo mondiale. L'incertezza sui tassi Fed e i dubbi su quale reazione avrà il dollaro, valuta in cui sono espressi tutti i derivati finanziari delle materie prime, gravano sullo scenario. Sul fronte petrolifero, rallentano i consumi ma la politica di contenimento dell'offerta da parte dei produttori, che sembrava poter limitare i ribassi di Brent e WTI, non ha impedito uno storno più corposo delle quotazioni petrolifere, tornate ai livelli precedenti la decisione di ridurre la produzione di 1 milione di barili al giorno a partire dal 1° maggio e fino alla fine del 2023. Anche la delusione legata alla capacità della Cina di riprendersi a seguito dell'abolizione delle strette misure sanitarie è aumentata, di pari passo con la pubblicazione dei dati macro cinesi: buoni ma meno forti di quanto previsto a inizio anno. Si è amplificata anche l'incertezza sull'andamento delle politiche monetarie negli Stati Uniti e in Europa a fronte di dati macroeconomici ancora robusti ma di tensioni inflazionistiche che danno solo timidi segnali di rallentamento. Il dollaro, nelle ultime settimane, ha intensificato leggermente la sua forza, in uno scenario che dovrebbe prevedere tassi fermi ma su livelli comunque alti. Il cambio di passo espansivo della Fed sembrerebbe meno imminente, anche se le attese di mercato hanno ormai sostanzialmente azzerato la probabilità di un rialzo dei fed funds (anche solo di 25pb) nella riunione di giugno. Al contrario, pur con dati manifatturieri in rallentamento (ma servizi ancora vivaci e responsabili delle pressioni al rialzo sull'inflazione), in Europa la posizione restrittiva della BCE non appare in discussione: l'istituto centrale procede verso un nuovo rialzo dei tassi. Una prospettiva che dovrebbe sostenere l'euro ma che nei fatti non si sta verificando, almeno nel breve termine. Il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha rivisto al ribasso le sue previsioni di crescita globale per il 2023 al 2,8% (in leggero calo rispetto alla precedente stima di gennaio, -0,1%) e per il 2024 al 3,0% (anch'essa rivista del -0,1%), pur confermando che le principali economie dovrebbero evitare una vera e propria recessione. Si conferma quindi il nostro scenario di consolidamento dei prezzi delle materie prime e di possibile pressione rialzista nella seconda parte del 2023.

### GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 24.05.23	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.228,0	-7,7	31,3	15,8
GSCI Energia	550,7	-9,8	53,0	4,7
WTI (\$)	74,3	-7,4	12,5	9,5
Brent (\$)	78,4	-8,8	14,1	2,5
Gas Naturale (\$)	2,4	-46,4	-17,7	-18,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

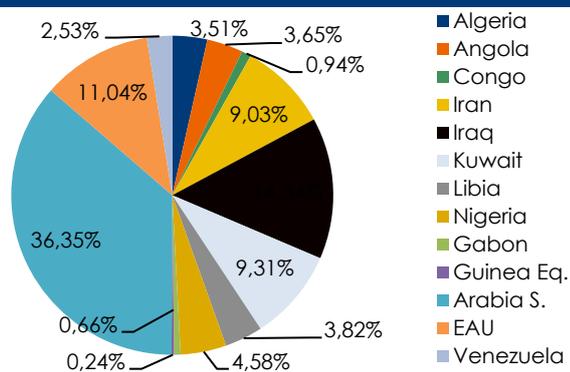
**Energia: il calo dei prezzi petroliferi non modifica lo scenario, che resta strettamente dipendente dalla dinamica domanda/offerta, prevista in disequilibrio nella seconda parte del 2023.**

Nell'ultimo mese si è accentuato il ribasso del comparto dell'Energia, come conseguenza dei timori di minori consumi dovuti a un rallentamento maggiore dell'economia globale. Il consolidamento delle quotazioni petrolifere, comunque su livelli alti, resta confermato nel breve termine, mentre il rialzo dei prezzi si sposta con maggior probabilità nel 2° semestre, quando la contrazione dell'offerta OPEC+, sommata a una maggior domanda dall'Asia, porterà a un rialzo maggiore dei costi energetici. I prezzi del greggio arrivano da molte settimane di ribassi, che hanno di fatto annullato l'incremento registrato dopo l'annuncio dell'ulteriore taglio di produzione da parte dell'OPEC+. Dai recenti dati commerciali emerge però che i tagli di OPEC

e Russia (quest'ultima, volontariamente, dovrebbe contrarre di -500.000 barili giornalieri la sua offerta) in realtà non sono stati così rigorosi, mantenendo il mercato comunque ben fornito e frenando la corsa dei prezzi. I produttori e l'IEA (l'Agenzia Internazionale dell'Energia) anche questo mese hanno ribadito che i maggiori consumi di greggio arriveranno dall'Asia, mentre i paesi OCSE, Europa in particolare, continueranno a ridurre la domanda. Non è passata inosservata la polemica fra OPEC e IEA, che contiene più di un aspetto da non sottovalutare. L'IEA spinge da tempo, in modo aggressivo, per una transizione energetica globale, una posizione che l'OPEC ritiene pericolosa in quanto non terrebbe debitamente conto del fatto che per raggiungere un obiettivo così ambizioso sarà necessario prima utilizzare una quantità enorme di energia (e quindi di petrolio). Disincentivare gli investimenti petroliferi, con così tanto anticipo rispetto al target del 2035, rischia solo di rendere strutturalmente alte le quotazioni del greggio. Tornando allo scenario attuale, la richiesta di carburanti (specie per aerei) in arrivo dalla Cina, e in generale da tutto il continente asiatico, continua ad essere l'elemento fondamentale per il rialzo delle quotazioni in estate e nella seconda parte dell'anno. Ovviamente, qualora il contesto macroeconomico si deteriorasse ulteriormente in Cina, non è da escludersi una revisione ribassista delle stime di domanda globale di petrolio e raffinati.

**Gas naturale: al via gli acquisti congiunti in Europa.** Il prezzo del gas europeo resta su livelli molto bassi e le scorte, seppur lentamente in crescita, sono arrivate a rappresentare il 65% (circa) del totale dei depositi (media europea). Il primo "round" per attirare offerte dai fornitori globali per gli acquisti congiunti di gas a livello europeo ha registrato un ottimo risultato. La Commissione Europea, lo scorso 10 maggio, ha dato il via alla prima asta internazionale per un volume totale di circa 11,6 miliardi di metri cubi di gas (circa 2,8 miliardi di metri cubi di gas naturale liquefatto – GNL – e quasi 9,6 miliardi di metri cubi per il prodotto via gasdotto). Le aziende coinvolte sono state 111, di cui 77 europee, e tutte hanno aderito al meccanismo di aggregazione della domanda. In tutto sono 25 i fornitori internazionali che hanno risposto proponendo una serie di lotti e consegne per un ammontare totale di 13,4 miliardi di metri cubi, una dimensione addirittura superiore (di poco) alla richiesta. Tutto il volume della domanda è stato abbinato e ripartito fra gli aderenti: circa 10,9 miliardi di metri cubi, di cui oltre il 20% rappresentato da GNL e quasi l'80% di gas via tubo. Le 77 aziende europee coinvolte sono libere, in quanto soggetti privati, di negoziare i termini dei contratti di fornitura in autonomia senza la mediazione della Commissione. I contratti saranno validi da giugno 2023 a maggio 2024. La prossima asta è prevista a metà giugno, e potrebbero seguirne altre tre, ad agosto, ottobre e dicembre 2023. Il regolamento per gli acquisti congiunti prevede una soglia obbligata al 15% del volume degli stoccaggi comunitari di gas, in vista della prossima stagione invernale. Il medesimo regolamento obbliga poi gli Stati membri a riempire le riserve sotterranee di gas al 90% della capacità entro il 1° novembre del 2023. Alla luce di questa prospettiva, lo scenario fondamentale sul mercato europeo del gas non cambia: le forniture dovranno subire una decisa accelerazione nel breve termine, visto anche l'incombere del periodo estivo e la necessità di rimpinguare le scorte in vista del prossimo inverno. Confermiamo quindi la nostra previsione di un sostanziale consolidamento dei prezzi nel brevissimo e una maggior pressione rialzista a medio-lungo termine.

## Produzione membri OPEC (%)



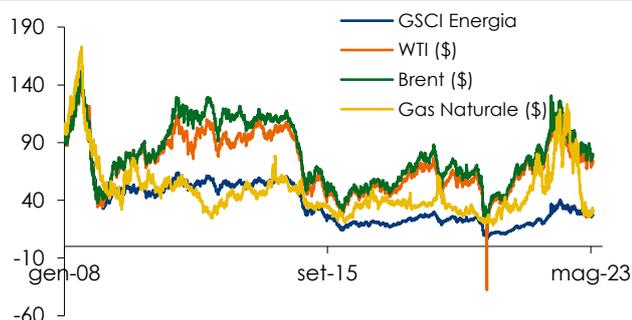
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 30.04.2023

## Prezzi del petrolio, di break-even, dei principali produttori

	Media 2000-19	2020	2021	2022	Stime 2023	Stime 2024
Algeria	102,1	89,6	111,4	85,7	112,4	111,9
Azerbaijan	51,9	66,3	57,9	63,6	77,0	78,2
Bahrain	83,2	113,7	134,8	133,6	126,2	129,1
Iran	85,6	546,5	259,4	278,3	351,7	375,4
Iraq	75,8	56,6	53,3	66,3	75,8	76,4
Kazakistan	...	192,1	183,5	95,5	99,8	83,9
Kuwait	46,8	76,2	62,4	63,1	70,7	66,3
Libia	71,7	141,7	52,0	85,1	64,4	62,2
Oman	69,1	86,4	76,7	62,1	72,2	66,4
Qatar	45,1	49,3	46,5	44,7	44,8	42,5
Arabia Saudita	80,4	76,3	83,6	85,8	80,9	75,1
Turkmenistan	...	40,5	32,3	37,3	38,1	40,0
Emirati Arabi Uniti	49,9	51,7	53,1	55,1	55,6	54,8

Fonte: FMI Outlook, aprile 2023, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il mercato petrolifero visto da OPEC, EIA e IEA.** Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di maggio, l'Organizzazione dei paesi produttori (**OPEC**) conferma la domanda mondiale del 2022 a +2,5 mb/g a/a, per una media di 101,9 mb/g. Per il 2023, la previsione di crescita della domanda mondiale di petrolio rimane sostanzialmente invariata: +2,3 mb/g a/a, trainata dalla domanda dei paesi emergenti (+2,2 mb/g) e molto meno da quella dei paesi OCSE (+0,1 mb/g). Il prossimo 4 giugno è in calendario la riunione ordinaria dell'OPEC, che potrebbe decidere di limare ulteriormente al ribasso la propria offerta petrolifera, visto il calo in atto sulle quotazioni del greggio. Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di maggio, a cura della Energy Information Administration (**EIA**) statunitense, si prevede che, dopo un surplus di 0,4 milioni di barili giornalieri (mb/g) nel 2022 (confermato), il mercato globale dovrebbe registrare un surplus di circa 0,4 mb/g anche nel 2023 (confermato) e di circa 0,3 mb/g nel 2024 (rivisto al ribasso da 0,5 mb/g del mese scorso). Il consumo globale di petrolio è confermato a 99,4 mb/g nel 2022 (invariato rispetto alle previsioni del mese scorso) a 100,9 mb/g nel 2023 (confermato) e a 102,7 mb/g nel 2024 (confermato). L'offerta non-OPEC è stimata in espansione da 65,7 mb/g nel 2022 (invariato) a 67,6 mb/g nel 2023 (confermato) e a 68,6 mb/g nel 2024 (confermato). L'offerta di greggio OPEC è vista mediamente a 28,7 mb/g nel 2022 (invariata) e 28,3 mb/g nel 2023 (confermata), ma potrebbe espandersi a 29,0 mb/g nel 2024 (-0,2 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 29,2 mb/g del mese scorso). Nel suo Oil Market Report (OMR) di maggio, l'Agenzia Internazionale dell'Energia (**IEA**) stima che la domanda globale debba crescere da 99,9 milioni di barili giornalieri (mb/g) del 2022 (dato confermato) a 102,0 mb/g nel 2023 (+0,1 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 101,9 mb/g del mese scorso). Un livello che rappresenterebbe il nuovo record storico per i consumi mondiali. Come già espresso il mese scorso, la maggior parte dell'aumento della domanda arriverà dalla regione Asia-Pacifico, guidata dalla Cina, col carburante per aerei che dovrebbe rappresentare il principale elemento di crescita dei consumi. L'offerta non-OPEC è confermata a 65,5 mb/g nel 2022 e a 67,0 mb/g nel 2023 (-0,1 mb/g a/a rispetto al mese scorso). La "call on OPEC crude", ovvero la quantità di greggio necessaria ad equilibrare il mercato, è stimata in crescita dai 29,0 mb/g del 2022 (rivista al ribasso dai 29,1 mb/g delle stime di aprile) a 29,6 mb/g nel 2023 (+0,1 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 29,5 mb/g di aprile).

**GSCI Energia vs. WTI, Brent e Gas Naturale (da gennaio 2008)**

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo: nonostante il ribasso delle scorse settimane, non cambia la previsione sui prezzi, che resteranno medio-alti per il petrolio e a rischio rialzo per il metano.**

Nonostante il recente storno delle quotazioni del petrolio, non cambia la nostra previsione che vedrà il mercato energetico ancora sotto pressione, specie nella seconda parte dell'anno. Il nostro scenario resta pertanto immutato, con stime dei prezzi comunque alti per il petrolio e una bassa pressione sul gas nel breve ma con accentuati rischi rialzisti nel corso del prossimo trimestre (approvvigionamento scorte) e poi a fine anno, quando i consumi per riscaldamento premeranno sulle forniture. Immutata anche la prospettiva che vede i prezzi dell'energia elettrica ancora elevati causa di diversi elementi: 1) il probabile rialzo del gas naturale, 2) gli aggravii in bolletta generati dalle normative sulle emissioni di anidride carbonica, che penalizzano i combustibili fossili inquinanti impiegati nella generazione di elettricità e, purtroppo 3) lo scarso apporto che arriverà dall'idroelettrico in Europa a causa della siccità in corso, solo parzialmente ridotta dalle recenti precipitazioni del mese di maggio. Le quotazioni petrolifere potrebbero superare la debolezza delle ultime settimane beneficiando dell'effetto stagionale che abitualmente si verifica nel 3° trimestre, ovvero la ripresa della domanda di combustibili legata ai viaggi per le vacanze estive. L'unica modifica nel nostro quadro previsivo è una maggior tensione sui prezzi petroliferi verso fine anno, quando gli effetti della contrazione dell'offerta da parte dei produttori si faranno maggiormente sentire. L'insieme di questi elementi sostiene la nostra previsione rialzista per i prezzi del gas e del petrolio e rafforza il nostro outlook Moderatamente Positivo per il comparto dell'Energia.

**Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia**

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	24.05.23	2023	2023	2023	2023	2024
WTI (\$)	74,3	79,0	82,0	85,0	82,0	83,3
Brent (\$)	78,4	84,0	87,5	90,0	87,0	86,0
Gas Naturale (\$)	2,4	2,3	2,8	3,4	3,0	3,6

Fonte: consenso Bloomberg

**Performance di medio termine**

	24.05.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	550,7	-3,3	-6,4	-19,4	-9,8
WTI (\$)	74,3	-2,6	-2,5	-32,6	-7,4
Brent (\$)	78,4	-5,8	-6,3	-31,3	-8,8
Gas Naturale (\$)	2,4	-2,2	-65,9	-73,3	-46,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia**

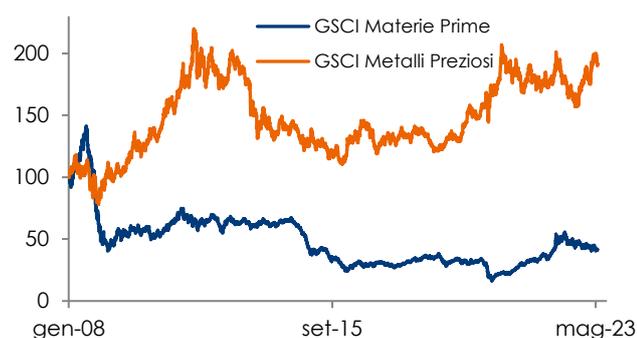
	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	24.05.23	2023	2023	2023	2023	2024
WTI (\$)	74,3	78,0	79,0	81,0	80,0	80,0
Brent (\$)	78,4	74,0	75,0	76,0	75,3	76,0
Gas Naturale (\$)	2,4	2,4	3,0	3,4	2,9	3,0
ITF (€/MWh)	27,8	35,0	43,5	60,0	48,0	48,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli preziosi: banche centrali determinanti in questo scenario incerto

**Il focus resta sulle scelte delle banche centrali, in uno scenario che appare gravato da molte incognite.** Nonostante il sopirsi dei timori sulla solidità del settore bancario statunitense abbia favorito il ritorno di una certa propensione al rischio sui mercati, nel corso del mese di maggio la pressione rialzista sul comparto dei Preziosi è rimasta alta, riducendosi soltanto nelle ultime sedute. L'incertezza economica e geopolitica, il prosieguo della guerra tra Ucraina e Russia e la resilienza dell'inflazione, che sta dando solo timidi segnali di rallentamento, hanno generato una forte instabilità sul mercato monetario mettendo in difficoltà il sistema creditizio. L'oro, in particolare, è storicamente visto come una forma di assicurazione contro il rischio di erosione del potere d'acquisto causato dal rincaro dei prezzi. In questa fase, più che in altri momenti del recente passato, il metallo giallo ha svolto a pieno questo ruolo di bene rifugio e questo spiega il rialzo dei prezzi sopra i 2.050 dollari l'oncia a inizio maggio. In aggiunta, la politica restrittiva delle banche centrali ha fatto salire i rendimenti e scendere i prezzi dei titoli a tasso fisso, mandando in sofferenza i portafogli delle banche che contenevano una larga percentuale di questi titoli. Questo ha spinto le grandi banche, ma anche gli investitori istituzionali, ad aumentare la percentuale di investimenti in oro e Preziosi a scapito delle obbligazioni a tasso fisso. Il rialzo del comparto, guidato dal metallo aureo, è stato favorito anche dall'indebolimento del dollaro che ha reso conveniente, per gli acquirenti denominati in valuta diversa da quella statunitense, l'acquisto di tutti i derivati finanziari che hanno i metalli preziosi come sottostante. Se le motivazioni che hanno spinto, negli ultimi mesi, a un rafforzamento di tutte le quotazioni dei Preziosi appaiono piuttosto chiare, più difficile è prevedere se gli alti livelli raggiunti, e poi persi nelle ultime sedute, possano diventare un punto di partenza per un nuovo rialzo. Il recente rafforzamento del dollaro ha portato infatti a una discesa dei prezzi del comparto; se la svolta espansiva della Fed appare comunque non così imminente, le parole di Powell pronunciate in alcuni recenti interventi hanno rafforzato la posizione attendista dell'istituto, ma senza chiarire quali saranno le prossime mosse. La probabilità espressa dal mercato di un altro aumento di 25pb da parte della Fed a giugno è ora quasi nulla, ma lo scenario incerto sta comunque impedendo al dollaro di svalutarsi. Invariata la previsione per i Metalli preziosi con utilizzi industriali: le prospettive di recupero delle quotazioni restano valide ma preoccupano i timori sulla solidità della crescita economica.

### GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

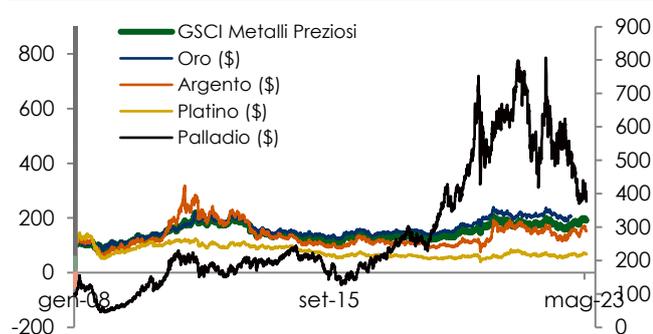
	Valore 24.05.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.228,0	-7,7	31,3	15,8
GSCI Met. preziosi	2.215,4	6,6	0,3	41,8
Oro (\$)	1.959,2	7,6	3,4	50,3
Argento (\$)	23,1	-3,8	-17,3	39,9
Platino (\$)	1.026,8	-4,4	-14,3	13,9
Palladio (\$)	1.403,9	-21,7	-49,5	43,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Si complicano le prospettive per i Preziosi nella seconda parte del 2023:** i principali driver delle quotazioni di oro e argento restano le future scelte di politica monetaria delle principali banche centrali, con massima attenzione per l'andamento dei tassi di interesse statunitensi e del dollaro, il cui andamento è apparso molto volatile nelle ultime settimane. La quotazione per oncia dell'**oro** sta subendo un leggero calo, dopo i massimi visti a metà mese. I dati economici americani contrastanti, le preoccupazioni per un rallentamento globale e la necessità di non aumentare eccessivamente la pressione sui sistemi bancari globali, inasprando ulteriormente i tassi americani (deprezzando così i T-Note detenuti nei portafogli di tutte le banche private), sono elementi che potrebbero alimentare ulteriormente l'avversione al rischio e, quindi, la domanda di beni rifugio. Contesto simile per l'**argento**, il cui rialzo si è già rivelato minore di quello

dell'oro nelle scorse settimane, e che ora sta registrando un discreto ritracciamento. Con estrema cautela, ribadiamo lo scenario previsivo di lungo termine: la domanda fisica di argento resta correlata al fabbisogno industriale, che dovrebbe rimanere sostenuto dalle aspettative sulla transizione ecologica, confermando il possibile potenziale rialzista di medio-lungo periodo. Anche le prospettive di consolidamento su livelli sostenuti per **platino** e **palladio** sono invariate, in virtù delle immutate aspettative di una ripresa della domanda per entrambi i metalli. Resta valida l'idea di una differenziazione di scenario nel lungo termine: il platino dovrebbe sovraperformare il palladio, come risultato dei differenti usi nei filtri antiparticolato delle automobili in seguito al mutamento in atto nel settore dei trasporti. La richiesta di palladio è destinata infatti a calare drasticamente essendo utilizzato in abbinamento coi motori diesel, destinati a essere dismessi. Il processo di elettrificazione vede la prevalenza di auto ibride, che sono per la quasi totalità mosse da propulsori a benzina e quindi dotate di filtri anti-inquinamento che contengono platino (e non palladio).

#### GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	24.05.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.215,4	8,7	11,4	6,1	6,6
Oro (\$)	1.959,2	8,2	11,6	6,2	7,6
Argento (\$)	23,1	11,2	6,2	5,8	-3,8
Platino (\$)	1.026,8	8,7	4,4	8,6	-4,4
Palladio (\$)	1.403,9	-2,2	-24,0	-29,8	-21,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Outlook ancora Neutrale: pur affievolendosi i timori sul sistema bancario statunitense, altre minacce gravano sul sistema economico e finanziario globale, alimentando la domanda di asset difensivi.

La tensione sui prezzi dell'oro si è ridotta, allontanando le quotazioni dai massimi registrati a metà mese ma mantenendo il metallo giallo comunque su livelli alti. L'incertezza sulla prospettiva di un accordo tra Congresso e Casa Bianca sull'innalzamento del tetto del debito americano resta il maggior fattore di rischio che potrebbe ulteriormente alimentare la domanda di investimenti difensivi. In questa dinamica sarebbe l'oro a intercettare la maggior parte dei flussi di investimento perché il dollaro, pur essendo anch'esso un bene rifugio, risulterebbe parte integrante dell'eventuale crisi del sistema statunitense, perdendo così appeal agli occhi degli investitori. Al contrario, se aumentasse l'ottimismo circa un accordo sul debito statunitense, si ridurrebbe la richiesta sia di dollari che di oro, diminuirebbe la volatilità sui mercati e tornerebbe ad aumentare la propensione al rischio. Se invece si aggravassero anche le prospettive per la crescita economica statunitense, a seguito dei problemi sul debito, la Fed dovrebbe rivedere in senso espansivo la propria politica monetaria, col rischio di alimentare (e non contrastare) l'inflazione e deprimere il dollaro, favorendo ancora una volta l'investimento in oro. Il quadro resta quindi molto complicato e incerto; pertanto, riconfermiamo l'outlook Neutrale per il comparto ma con una maggior possibilità di rialzo per oro e argento nel breve termine (3-6 mesi).

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	24.05.23	2023	2023	2023	2023	2024
Oro (\$)	1.959,2	1.950,0	1.960,0	2.000,0	1.940,0	2.000,0
Argento (\$)	23,1	23,0	23,5	23,9	23,1	24,0
Platino (\$)	1.026,8	1.010,0	1.040,0	1.075,0	1.003,2	1.144,0
Palladio (\$)	1.403,9	1.507,5	1.550,0	1.562,5	1.569,5	1.584,4

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

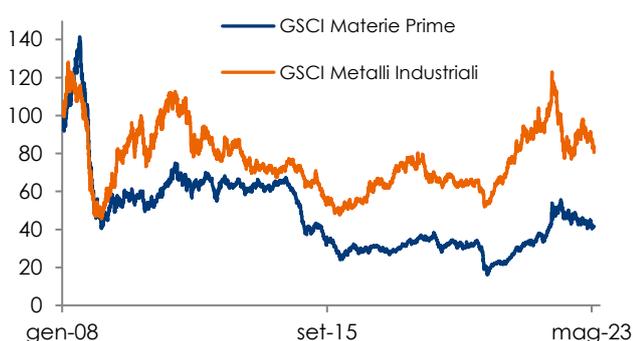
	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	24.05.23	2023	2023	2023	2023	2024
Oro (\$)	1.959,2	2.025	2.025	2.000	1.985	1.950
Argento (\$)	23,1	25,5	25,6	25,4	24,8	25,3
Platino (\$)	1.026,8	1.010	1.040	1.075	1.030	1.080
Palladio (\$)	1.403,9	1.515	1.550	1.650	1.570	1.700

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli industriali: si accentuano i timori di rallentamento economico

**Prosegue la debolezza dei Metalli, complice il rallentamento economico, ma resta valida la prospettiva di recupero nel medio-lungo periodo.** La prospettiva di un rallentamento del ciclo economico globale più forte di quanto preventivato resta la motivazione fondamentale alla base del ribasso del comparto che dura da inizio anno. I primi mesi del 2023 sono stati caratterizzati da forti aspettative sulla domanda di metalli in arrivo dall'India (come fornitore siderurgico sostitutivo della Russia) ma, soprattutto, dalla richiesta cinese di metalli dopo le riaperture nel post-Covid. La realtà dei dati economici comunicati dalle due economie, pur in un quadro positivo, ha decisamente deluso le attese del mercato, che scommetteva su un maggior apporto di Cina e India nel recupero del ciclo mondiale. Le previsioni di consumo, in particolare di Energia e Metalli, sono state quindi ridotte, almeno in questa prima parte del 2023. L'anno scorso, l'economia cinese è cresciuta solo del 3% a causa delle rigide norme sanitarie e quest'anno l'obiettivo ufficiale comunicato dal Governo è del 5%. I recenti dati sull'attività fanno temere che il rallentamento rispetto all'andamento storico sia in realtà maggiore, al punto da rendere difficile centrare anche questo obiettivo. Rispetto al 2022, quando il PIL era stato depresso dai rigidi lockdown anti-Covid, ci si aspettava un rimbalzo forte, che invece non c'è stato. Resta valida, tuttavia, la previsione che gli effetti delle riaperture cinesi possano esprimere tutta la loro pressione sulla domanda di metalli nella seconda parte del 2023, a patto che il contesto globale non rallenti più di quanto atteso. Ancora una volta confermiamo invece il nostro scenario di cauto ottimismo sul medio-lungo termine, che resta ancorato al probabile squilibrio che si manifesterà fra domanda e offerta di metalli. Ai livelli attuali, la produzione di metalli e le scorte appaiono pericolosamente basse a causa di anni di tagli produttivi, mancata ricerca e scarsissimi investimenti minerari. Una situazione che subisce anche le maggiori difficoltà nell'ottenere le autorizzazioni per lo sviluppo di nuovi progetti minerari, soprattutto nei paesi emergenti, un elemento che tuttora appare fortemente sottovalutato. In questo scenario si inserisce il quadro creditizio, in cui il forte e veloce rincaro del costo del denaro zavorra gli investimenti costosi e complessi come quelli estrattivi, il cui esito (in termini di resa) è inizialmente solo stimabile e che necessitano di ingenti prestiti. Al contrario, si rafforzano le aspettative di un forte incremento della domanda, spinta dalla transizione ecologica e dalle infrastrutture indispensabili alla sua implementazione. Un insieme di elementi che, come abbiamo detto più volte, premeranno per forza sui prezzi dei metalli, soprattutto quando la richiesta di forniture sarà più pressante.

**GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)**



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di lungo termine**

	Valore	Perf. (%)	Var. %	Var. %
	24.05.23	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	3.228,0	-7,7	31,3	15,8
GSCI Industriali	1.503,0	-10,3	-10,0	5,7
Rame (\$)	7.901,5	-5,6	-20,3	14,8
Alluminio (\$)	2.205,0	-7,3	-7,0	-2,6
Zinco (\$)	2.305,3	-23,2	-21,5	-24,1
Nickel (\$)	20.732,0	-31,0	21,7	40,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Rame: Cina e transizione green al centro dello scenario.** I timori sulla tenuta del ciclo mondiale e la delusione per la dimensione della richiesta cinese di rame hanno solo parzialmente frenato le quotazioni. Nel mese di aprile i dati sul PIL cinese del 1° trimestre hanno mostrato un tasso di crescita robusto, ma comunque distante dall'obiettivo del 5% fissato per l'anno in corso dal Governo. Oltre che dalla forza delle esportazioni, la crescita è stata trainata dagli investimenti in infrastrutture e dal discreto rimbalzo dei prezzi degli immobili. Il settore delle costruzioni cinese è il

comparto che più di tutti esprime una forte domanda di rame, pari al 30% del consumo mondiale. Contestualmente, i problemi in Cile e Perù, che da soli rappresentano circa il 40% dell'offerta mondiale di rame, hanno ritardato le consegne del minerale grezzo, causando interruzioni nelle produzioni di molti impianti. Alla contrazione dell'offerta è immediatamente seguita una veloce erosione delle scorte di rame negli Stati Uniti e in Europa, che fa temere che il mercato presto possa trovarsi in una condizione di deficit, proprio alla vigilia dell'aumento della domanda legata alla transizione energetica in atto. Nello scorso mese di aprile, l'Agenzia per la Protezione dell'Ambiente degli Stati Uniti ha confermato l'adozione di standard più severi sulle emissioni dei gas di scarico delle auto, al fine di incentivare l'acquisto di veicoli elettrici e favorire così la decarbonizzazione. Il Governo statunitense vuole che entro il 2030 il 50% delle nuove automobili vendute sia rappresentato da vetture elettriche. Questo rappresenta uno stimolo ulteriore alla realizzazione delle necessarie infrastrutture di ricarica elettrica e alla produzione di batterie, con la conseguenza di ampliare la domanda di rame, che rischia di essere talmente alta da superare le riserve attualmente note, prospettando così una fortissima pressione rialzista sui prezzi, come espresso anche dalle nostre previsioni.

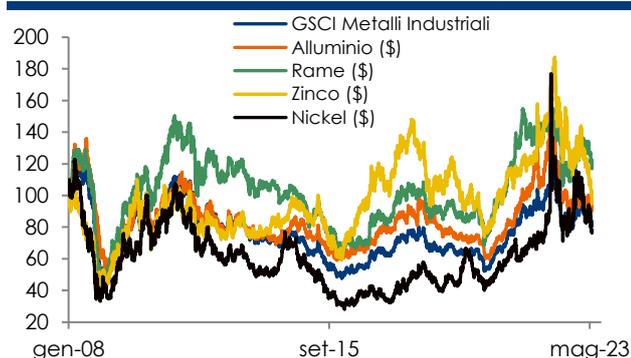
**Alluminio: i costi dell'elettricità restano un elemento negativo mentre sale la quota di metallo riciclato.** Anche per l'alluminio aumentano i timori per la domanda, in seguito ai dubbi sulla crescita mondiale e dopo la parziale delusione rappresentata dalla domanda cinese nel post-Covid. L'edilizia e i trasporti rappresentano oltre il 50% del consumo di alluminio da parte dell'industria, e la produzione del metallo dal minerale è un processo costoso e ad alta intensità energetica. Dopo che la bauxite è stata estratta dalle miniere e macinata, l'ossido di alluminio (o allumina) viene separato dal minerale attraverso riduzione elettrolitica, che è un processo che assorbe inevitabilmente molta energia elettrica. Un fattore determinante negli ultimi anni, che prima si è manifestato attraverso la carenza di energia elettrica in Cina – quando le centrali a carbone sono state chiuse per abbassare i livelli di inquinamento – e poi negli ultimi mesi, a causa del rincaro del costo del metano (utilizzato per generare elettricità) e del conseguente aumento delle bollette elettriche, è tornato alla ribalta anche in Europa, dove la capacità produttiva è drasticamente calata. Per questi motivi e anche per una caratteristica intrinseca dell'alluminio, ormai circa il 75% di tutto il metallo mai raffinato è attualmente ancora in uso. L'elemento che, a nostro avviso, premerà al rialzo sui prezzi del metallo è, ancora una volta, la rivoluzione attesa nel settore dei trasporti. Il passaggio ai veicoli elettrici stimolerà ulteriormente la domanda di questo metallo, che viene utilizzato non solo nei pacchi batteria – per mantenere le auto elettriche leggere e migliorarne i consumi – ma anche nei nuovi telai strutturali della carrozzeria, sempre per alleggerirne il peso e aumentarne l'efficienza. In aggiunta, i vincoli di fornitura contribuiranno a mantenere i prezzi elevati, poiché la produzione di alluminio risente in Europa degli alti costi dell'elettricità, in Russia delle sanzioni e in Cina delle limitazioni ecologiche, imposte dal Governo, sulla capacità di fusione siderurgica. Un quadro che favorirà un consolidamento nel breve termine su livelli alti e un rialzo dei prezzi maggiore nel medio-lungo periodo.

**Zinco: il quadro incerto spinge i prezzi al ribasso nel breve termine, mentre resta valido lo scenario di recupero nel medio termine.** Aumentano i dubbi sul possibile recupero dello zinco, almeno nel breve termine. La domanda di zinco sarà relativamente contenuta nei prossimi anni, mentre l'estrazione e la produzione raffinata sono ancora in crescita, specie nei paesi emergenti. Diversa la situazione nelle economie sviluppate ed emblematico resta il caso europeo: nonostante il calo del costo del metano e una marginale riduzione della bolletta elettrica, questo non ha favorito il ritorno della produzione di zinco in Europa, dopo che il 50% della capacità produttiva di molti metalli di base (in particolare alluminio e zinco, la cui siderurgia è fortemente energivora) è andata persa. Si stima che la produzione globale di zinco raffinato aumenterà di quasi 1,3 milioni di tonnellate nei prossimi cinque anni, con un aumento di 800.000 tonnellate fuori dalla Cina e di circa mezzo milione di tonnellate in Cina. Anche la domanda è vista in crescita e quest'anno salirà del 2,7% a/a (dopo il forte calo del 4,1% registrato nel 2022) grazie alla ripresa dei consumi in Cina e in Europa. Un aumento dei consumi che però non è in grado di equilibrare la crescita dell'offerta, stimata in salita del 3,4% quest'anno. Preoccupa poi la reale domanda di zinco in

Cina: la delusione sulla richiesta cinese di metalli è un tema trasversale che coinvolge anche lo zinco. Il principale consumatore mondiale di questo metallo raffinato è atteso registrare un'eccedenza di 245.000 tonnellate quest'anno ed è probabile che questo surplus gravi sul mercato dello zinco cinese anche nel 2024 e nel 2025. I prezzi attuali sembrano scontare questo scenario ma il ribasso sembra eccessivo; anche lo zinco (seppur in forma minore) sarà investito dalla domanda derivante dalla transizione green e per questo motivo esprimiamo un cauto ottimismo sul rialzo dei prezzi nel medio-lungo termine.

**Nickel: proseguono le tensioni sui prezzi, mentre emerge qualche dubbio sull'effettivo disequilibrio fra domanda e offerta generato dalla transizione energetica.** Nel breve proseguono la debolezza e la volatilità sui prezzi del nickel, mentre aumentano i dubbi sullo scenario futuro, forse eccessivamente positivo e dipendente dalla domanda che verrà stimolata dalla transizione ecologica. L'attuale calo dei prezzi deriva dall'inattesa e corposa offerta in arrivo dall'Indonesia, che fornisce circa il doppio delle Filippine, secondo produttore al mondo, mentre Russia, Nuova Caledonia e Australia seguono con volumi inferiori. I problemi di approvvigionamento causati dalla Russia – che forniva quasi il 33% del minerale di solfuro di nickel utilizzato nelle batterie – hanno costretto a una rimodulazione del comparto siderurgico ed estrattivo a livello globale. L'Indonesia raffina ora circa un terzo del nickel mondiale e vorrebbe quadruplicare la sua produzione, arrivando a 1,2 milioni di tonnellate entro il 2025. L'Indonesia produce principalmente ghisa di nickel (NPI - Nickel Pig Iron) e precipitato di idrossido misto (MHP - Mixed Hydroxide Precipitate), un prodotto chimico-siderurgico intermedio, utilizzato nella generazione di solfato di nickel, il cui impiego è essenziale per la produzione di batterie agli ioni di litio installate nelle auto elettriche. Se l'incremento di produzione di idrossido misto di nickel (MHP), pianificato dall'Indonesia, raggiungesse entro il 2025 un'offerta vicina alle 600.000 tonnellate, la pressione sui prezzi del nickel, dovuta alla richiesta di componenti per le batterie dei veicoli elettrici, subirebbe un forte ridimensionamento. In aggiunta, il nickel è tradizionalmente utilizzato nella produzione dell'acciaio inossidabile e anche la domanda di questo manufatto dovrebbe salire a 2,4 milioni di tonnellate nel 2025, dai 2,1 milioni di tonnellate del 2022. La domanda proveniente dal settore delle batterie al litio potrebbe salire a 868.000 tonnellate nello stesso periodo, più che raddoppiando rispetto alle 342.000 tonnellate registrate nel 2022. Il contesto conferma quindi una fortissima richiesta sia delle produzioni tradizionali, a base di nickel, sia dei suoi derivati chimico-siderurgici. Uno scenario che si fa quindi più articolato e che rende meno certa la prospettiva di una "inevitabile pressione rialzista" che si genererà sulle quotazioni del nickel a seguito della domanda stimolata dall'elettrificazione dei trasporti. Tutte queste considerazioni per ora non cambiano la nostra previsione ottimista sul metallo.

#### GSCI Industriali vs. Rame, Alluminio, Zinco, Nickel (da 01.01 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	24.05.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.503,0	-8,9	-5,8	-18,4	-10,3
Rame (\$)	7.901,5	-9,4	-1,3	-15,7	-5,6
Alluminio (\$)	2.205,0	-5,6	-6,7	-23,3	-7,3
Zinco (\$)	2.305,3	-22,9	-20,8	-39,3	-23,2
Nickel (\$)	20.732,0	-15,6	-18,4	-22,6	-31,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Immutato il nostro outlook Neutrale di breve e Moderatamente Positivo nel lungo termine.** Non cambia pressoché nulla rispetto al mese scorso, salvo un parziale apprezzamento del dollaro che ha contribuito ad ampliare il ribasso dei Metalli, rendendo meno convenienti i derivati finanziari espressi nella divisa statunitense. La debolezza delle quotazioni è stata alimentata

dall'intensificarsi dei timori sul ciclo economico mondiale e sul contributo che le economie di Cina e India daranno alla domanda di metalli. Se nel breve termine restiamo decisamente prudenti, ipotizzando al massimo un rimbalzo fisiologico dei prezzi, permane una maggior fiducia nel medio-lungo termine. Il cambio di strategia sanitaria da parte della Cina, pur non dando gli effetti sperati in questa prima parte dell'anno, dovrebbe far sentire il suo peso nel 2° semestre, tornando a sostenere la domanda. Si amplia invece l'incertezza sulle future mosse delle principali banche centrali. Se il costo del denaro rimanesse così alto per lungo tempo, visti i marginali risultati ottenuti in termini di lotta all'inflazione, i costi del finanziamento per nuovi impianti, progetti estrattivi o investimenti infrastrutturali finirebbero per dilatare le spese finanziarie delle imprese, gravando negativamente sul comparto. L'incertezza del quadro sui Metalli nel breve periodo impedisce un maggior ottimismo e invita alla prudenza. Viceversa, nel lungo periodo non cambiano gli elementi positivi: la domanda di Metalli industriali dovrebbe crescere, stimolata dalla ripresa in Cina e dagli investimenti legati alla transizione ecologica. L'erosione delle scorte e la scarsità dell'offerta rischiano di palesarsi rapidamente, a causa dei ridotti investimenti effettuati negli ultimi anni, premendo al rialzo sulle quotazioni.

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 24.05.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Rame (\$)	7.901,5	8.700	8.800	8.800	8.799	9.050
Alluminio (\$)	2.205,0	2.400	2.500	2.525	2.475	2.600
Zinco (\$)	2.305,3	2.993	2.947	2.870	3.000	3.000
Nickel (\$)	20.732,0	24.000	23.025	22.680	24.195	22.750

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 24.05.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Rame (\$)	7.901,5	8.450	8.800	9.200	8.850	9.400
Alluminio (\$)	2.205,0	2.300	2.430	2.550	2.430	2.700
Zinco (\$)	2.305,3	2.545	2.700	2.850	2.800	3.150
Nickel (\$)	20.732,0	22.360	23.500	24.500	24.150	25.300

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti agricoli: i timori sul clima restano al centro dello scenario

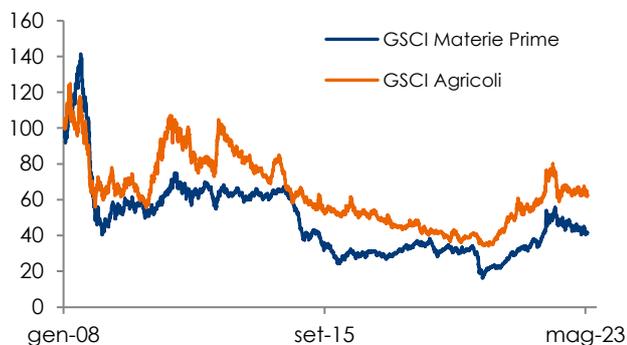
### Prorogato l'accordo sui cereali via Mar Nero, nel medio-lungo periodo resta il cambiamento climatico il principale driver per gli Agricoli.

Se nel breve termine aver prorogato l'accordo sul trasporto dei cereali fra Ucraina e Russia toglie un elemento di instabilità (rimandandolo però solo di due mesi), sono invece i timori per gli effetti del cambiamento climatico sulle produzioni agricole a dominare lo scenario. Il mercato resta nervoso e si mantiene incerto, oscillando fra un cauto ottimismo sul buon andamento dei raccolti primaverili e le preoccupazioni per la carenza idrica negli stati centrali degli USA e nel Sud dell'Europa, che minaccia la resa dei raccolti estivi. Come segnalato anche il mese scorso, si registra una notevole riduzione nelle semine in Nord America, stimabile intorno al -25% rispetto alla media storica calcolata nel medesimo periodo dell'anno. La conferma del corridoio navale del Mar Nero ha tolto un fattore destabilizzante di brevissimo termine, ma gli operatori non tarderanno a riconsiderare il fatto che fra soli sessanta giorni la questione tornerà ad essere un elemento di tensione sul mercato. Sul tema del cambiamento climatico anche la FAO ha rilanciato un allarme di recente, in vista del periodo estivo. Infine, non cala la tensione sui fattori produttivi, che appaiono ancora gravati da forti rincari. Carburanti, fertilizzanti e pesticidi continuano a registrare solo marginali riduzioni dei prezzi, premendo tuttora sui costi di produzione, mentre l'indebolimento del prezzo del petrolio dovrebbe ulteriormente limitare l'utilizzo di prodotti agricoli nella produzione di biocarburanti e favorire il loro uso come derrata alimentare. Di fondo, però, resta alta la domanda di combustibili "green" (dovuta all'irrigidimento delle norme sull'utilizzo dei carburanti di origine fossile, soprattutto in Europa): un fattore che continuerà a creare pressione su soia, mais, zucchero e alcuni oli vegetali.

### Rinnovato per altri due mesi l'accordo sull'export dei cereali ucraini (e russi) dal Mar Nero.

Ancora una volta e con estrema difficoltà è stato prorogato l'accordo (mediato da Turchia e Nazioni Unite) che garantisce le esportazioni di cereali in uscita dal Mar Nero (Black Sea Grain Initiative). Un buon risultato per il presidente turco Erdogan, anche in vista del ballottaggio alle presidenziali. L'accordo, fondamentale per l'approvvigionamento alimentare dei paesi africani e asiatici, è rimasto in sospeso per alcuni giorni. L'ONU ha espresso soddisfazione per l'intesa raggiunta, che ha evitato di mettere a rischio la sicurezza alimentare mondiale. Dall'apertura del corridoio navale nel Mar Nero sono stati esportati più di 30 milioni di tonnellate di cereali, forniture alimentari vitali che hanno raggiunto in particolare i paesi maggiormente vulnerabili evitando una crisi di approvvigionamento che avrebbe avuto risvolti drammatici. A rendere ancora una volta molto difficili i negoziati sono state le lamentele della Russia circa le difficoltà di esportazione di fertilizzanti, pesticidi, sementi e prodotti cerealicoli in generale, costantemente ostacolate nelle principali piazze commerciali di scambio. Una situazione che dovrà essere risolta nei prossimi due mesi, altrimenti Mosca potrebbe concretamente imporre lo stop al trasporto nel Mar Nero.

### GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)

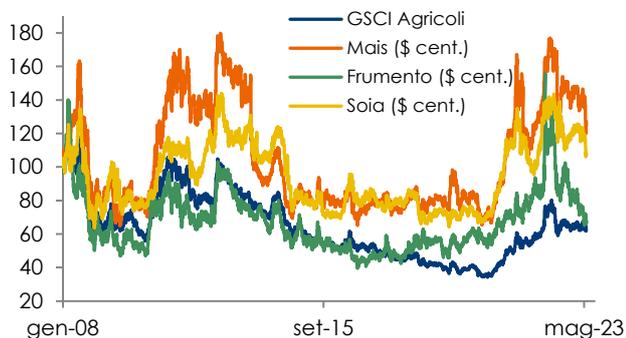


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 24.05.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.228,0	-7,7	31,3	15,8
GSCI Agricoli	533,1	-4,7	15,6	28,7
Mais (\$ cent)	587,3	-13,4	-5,3	44,6
Frumento (\$ cent.)	606,3	-23,5	-7,7	11,6
Soia (\$ cent)	1.324,5	-12,8	-12,4	27,2
Cotone (\$ cent)	81,7	-2,0	-1,2	-8,4
Cacao	3.010,0	15,8	26,0	15,6
Zucchero	25,5	27,2	51,5	105,9
Caffè (arabica)	188,0	12,4	26,2	56,0
Caffè (robusta)	2.717,0	45,4	87,3	57,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**GSCI Agricoli vs. Mais, Frumento e Soia (da gennaio 2008)**

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

	24.05.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	533,1	-3,0	-2,5	-18,0	-4,7
Mais (\$ cent.)	587,3	-9,7	-12,1	-24,0	-13,4
Frumento (\$ cent.)	606,3	-14,4	-21,8	-47,2	-23,5
Soia (\$ cent.)	1.324,5	-13,4	-7,8	-21,2	-12,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**WASDE: prime stime per l'annata in corso sul comparto degli Agricoli.** Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di maggio, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha presentato le prime stime per il raccolto di quest'anno nell'emisfero settentrionale delineando una prospettiva debole per mais e soia, poiché l'offerta globale migliora ma la domanda dovrebbe aumentare a un ritmo modesto. Migliori invece le prospettive per il grano, con il mercato che dovrà probabilmente fare i conti con l'ennesimo calo delle scorte finali, come già avvenuto negli scorsi anni. Secondo le stime dell'USDA, nella stagione 2023/24 il mercato del **mais** potrebbe registrare una produzione mondiale in aumento del 6% a/a, attestandosi a 1.220 milioni di tonnellate metriche (MMT) grazie alla maggior offerta proveniente da: Stati Uniti (+39 milioni), Argentina (+17 MMT) ed Europa (+11,3 MMT), incrementi in grado di lenire l'assenza dell'offerta da: Ucraina (-5 milioni) e Brasile (-1 milione). Le scorte finali globali per il 2023/24 sono previste a 312,9 milioni di tonnellate, in aumento di 15,5 milioni rispetto all'anno precedente. Questo è un dato che ha sorpreso le aspettative di mercato pari a circa 308 milioni di tonnellate. Per il mercato della **soia**, l'USDA stima che la produzione aumenterà in modo significativo, a seguito di livelli di produzione più elevati in Sud America e negli Stati Uniti per il 2023/24. L'agenzia prevede che la produzione globale di soia aumenterà di quasi l'11% su base annua a 410,6 milioni di tonnellate (+40,2 milioni di tonnellate a/a), con forniture in crescita provenienti da Argentina (+21 milioni di tonnellate), Brasile (+8 milioni di tonnellate), Stati Uniti (+6,4 milioni di tonnellate) e Paraguay (+1,2 milioni di tonnellate). La domanda globale di soia dovrebbe aumentare del 6% su base annua a 386,5 milioni di tonnellate, con una crescita proveniente principalmente da Argentina (+5,5 milioni di tonnellate), Cina (+5,3 milioni di tonnellate) e Brasile (+2,7 milioni di tonnellate). Gli stock finali mondiali di soia sono stimati a 122,5 milioni di tonnellate per il 2023/24, rispetto ai 101 milioni di un anno fa e alle aspettative del mercato pari a circa 108 milioni di tonnellate. Il WASDE infine ha avuto un effetto rialzista per i prezzi del **frumento**, visto il forte calo previsto nelle scorte finali degli Stati Uniti per il 2023/24. Anche gli sviluppi relativi all'accordo sui cereali nel Mar Nero, prorogato solo di due mesi, saranno cruciali per l'orientamento dei prezzi. L'USDA prevede che le scorte finali globali di grano raggiungano un totale di 264,3 milioni di tonnellate per il 2023/24, leggermente inferiori ai 266,3 milioni di tonnellate stimati per il 2022/23, ma superiori alle previsioni del mercato (circa 260 milioni di tonnellate). Le proiezioni sulla produzione globale di grano sono state riviste a 789,8 milioni di tonnellate, in aumento di 1,5 milioni rispetto alle stime del 2022/23. L'aumento dell'offerta da Argentina, Canada, Cina, UE e India è stato parzialmente compensato dal calo della produzione di Australia, Russia, Ucraina e Kazakistan.

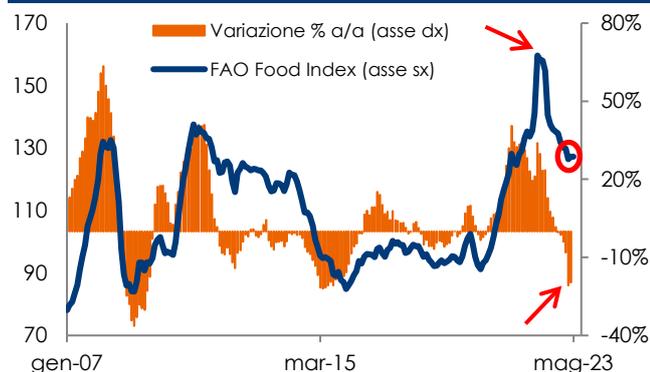
**FAO: i prezzi dei prodotti alimentari sono in rialzo ad aprile per la prima volta dopo mesi di ribassi.**

I prezzi dei prodotti alimentari globali sono saliti ad aprile per la prima volta in un anno, in scia agli aumenti delle quotazioni mondiali di zucchero, carne e riso. L'Indice FAO aggregato dei prezzi alimentari ha registrato una media di 127,2 punti lo scorso mese (126,9 punti a marzo 2023), in aumento di circa lo 0,6% rispetto a marzo ma in ribasso del -19,7% rispetto al livello segnato

nell'aprile del 2022 (+5,2% rispetto invece all'aprile 2021). L'indice FAO dei prezzi dei cereali (di aprile) è sceso dell'1,7% rispetto a marzo, segnando un corposo -19,8% rispetto ad aprile 2022. I prezzi internazionali del grano sono diminuiti del 2,3%, principalmente a causa delle grandi disponibilità di prodotto in arrivo dall'Australia e dalla Federazione Russa. I prezzi mondiali del mais sono diminuiti del 3,2% in seguito alle maggiori forniture dal Sud America. Infine, in un contesto di raccolti ridotti dovuti all'impatto del rincaro dei costi produttivi e condizioni meteorologiche avverse, le maggiori richieste provenienti dagli acquirenti asiatici hanno sostenuto il forte aumento dei prezzi internazionali del riso. L'indice dei prezzi dello zucchero è salito del 17,6% rispetto a marzo, raggiungendo il livello più alto da ottobre 2011, a causa della riduzione delle aspettative sul raccolto e dei recenti dati preliminari sulla produzione in India, Cina, Thailandia e Unione Europea. Alla siccità si è sommato l'inizio lento del raccolto di canna da zucchero in Brasile. Gli alti prezzi del petrolio, relativi però al mese scorso, hanno contribuito ad incrementare la domanda di etanolo, derivato dalla canna da zucchero. L'indice dei prezzi della carne è salito dell'1,3%, trainato principalmente dall'aumento della carne suina e dai prezzi del pollame, entrambi cresciuti per via della maggior domanda asiatica, che si è scontrata con un'offerta limitata dai problemi di salute degli animali. Anche i prezzi della carne bovina sono aumentati a causa di un calo delle forniture di bovini da macello, soprattutto dagli Stati Uniti. Infine, l'indice dei prezzi degli oli vegetali è sceso dell'1,3%, registrando il quinto calo mensile consecutivo, coi prezzi dell'olio di palma che sono rimasti stabili, mentre gli oli di soia, colza e girasole sono diminuiti in scia alle attese di raccolto record in Brasile per queste colture. L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari è sceso dell'1,7%, influenzato dalla persistente debolezza della domanda globale.

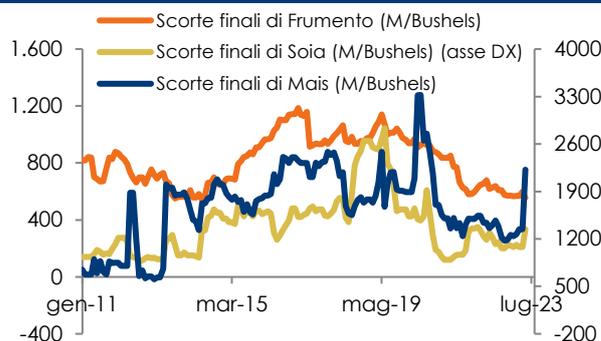
**FAO: riviste le previsioni per la produzione cerealicola del 2023.** Nel rapporto sulla domanda e l'offerta di cereali, pubblicato a maggio, la FAO ha rivisto al rialzo le previsioni relative alla produzione mondiale di grano nel 2023. La produzione globale è ora fissata a 785 milioni di tonnellate, la seconda più grande mai registrata, ma in calo rispetto a quella vista nella scorsa stagione, principalmente a causa della minor offerta da Australia e Federazione Russa rispetto alle loro produzioni record registrate nel 2022. Per il mais, la produzione del Brasile dovrebbe raggiungere un nuovo massimo storico, mentre quella proveniente dall'Argentina dovrebbe invece risultare al di sotto dei livelli medi a causa della prolungata siccità che ha rovinato i raccolti. Al contrario, le condizioni meteorologiche favorevoli hanno rafforzato le aspettative di resa in Sud Africa, che si attende una produzione record per quest'anno. Le prospettive per la produzione di riso lungo e a sud dell'equatore appaiono difficili da definire: ancora una volta l'impatto del tutto imprevedibile de La Niña a livello regionale sta impedendo una stima più precisa dei raccolti in quell'area. In aggiunta, la possibile concomitanza de El Niño durante l'estate dell'emisfero settentrionale rischia di complicare ulteriormente la resa agricola di quelle aree e dovrà essere attentamente monitorata. La FAO ha aumentato la sua proiezione per il commercio mondiale di cereali nel 2022/23 a 472 milioni di tonnellate, circa il 2,2% al di sotto del livello record della stagione precedente. Si stima che nel 2023 il commercio globale di grano possa salire del 2,3%, mentre il commercio di cereali secondari aumenterà probabilmente del 5,5% e il commercio di riso potrebbe subire una contrazione del 4,4% a/a. Infine, la FAO prevede un utilizzo mondiale di cereali per l'annata in corso di 2.780 milioni di tonnellate, con scorte mondiali a 855 milioni di tonnellate e un rapporto tra scorte globali e consumi che potrebbe assestarsi al 29,8%. Un dato in leggero calo rispetto al 30,8% dei 12 mesi precedenti, ma comunque in grado di esprimere un livello di offerta globale relativamente soddisfacente per scongiurare crisi alimentari.

**FAO Food Index da gennaio 2007**



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (aprile 2023)

**Scorte finali di cereali, stime WASDE**



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (aprile 2023)

**Outlook ancora Neutrale: se il fattore clima resta l'elemento chiave dello scenario, la questione legata ai cereali dal Mar Nero tornerà al centro della discussione fra soli due mesi.**

Non cambia lo scenario sugli Agricoli: l'impatto del cambiamento climatico, le costanti tensioni geopolitiche (nonostante il rinnovo dell'accordo Black Sea Grain Initiative) e il rincaro dei costi produttivi continuano ad essere i fattori più importanti per la dinamica dei prezzi nel 2023. Si ampliano ancora i timori legati all'offerta, che potrebbe essere minacciata dagli effetti negativi sui raccolti dovuti a La Niña in Africa e Sud America e a El Niño durante il prossimo periodo estivo nell'emisfero settentrionale. Le tensioni sulle quotazioni delle derrate alimentari rischiano di restare alte e in costante consolidamento, come segnalato dallo stesso indice FAO degli alimenti, tornato a salire dopo più di un anno di ribassi mensili consecutivi. Permane il problema della siccità globale, che si accentua nell'emisfero settentrionale minacciando i raccolti estivi in Europa, nonostante le recenti piogge primaverili, del tutto insufficienti a colmare l'enorme divario con le abituali precipitazioni stagionali. Un ritorno a condizioni meteorologiche più vicine alla media storica – che rendano meno aleatorie le stime sulla produzione agricola e, quindi, sull'offerta commerciale – continua ad essere l'unica soluzione per lenire le tensioni sul comparto agricolo. Allo stato attuale, invece, si amplia la probabilità che si ripropongano i medesimi effetti negativi sulle colture già registrati la scorsa annata, alimentando ulteriori pressioni rialziste sui prezzi.

**Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli**

	Valore 24.05.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Mais (\$ cent.)	587,3	648,7	623,5	632,1	630,0	600,0
Frumento (\$ cent.)	606,3	700,8	689,0	700,0	707,0	725,0
Soia (\$ cent.)	1.324,5	1.444,2	1.391,7	1.429,6	1.389,7	1.335,0

Fonte: consenso Bloomberg

**Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli**

	Valore 24.05.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Mais (\$ cent.)	587,3	600	570	550	595	550
Frumento (\$ cent.)	606,3	633	620	600	645	600
Soia (\$ cent.)	1.324,5	1.380	1.350	1.320	1.390	1.320

Fonte: Intesa Sanpaolo

**Soft commodity**

Ribadiamo il nostro scenario di probabile consolidamento dei prezzi delle materie prime coloniali (ad eccezione del caffè Robusta che ha stime di produzione in rialzo), nonostante i timori di frenata del ciclo economico nei principali mercati di consumo. Di contro, preoccupano gli effetti negativi del cambiamento climatico nelle aree di produzione di molti di questi prodotti, che saranno probabilmente investite nuovamente dagli anomali fenomeni meteorologici già verificatisi nel 2022, con possibili conseguenze negative per i raccolti 2023. Le previsioni climatiche dei maggiori centri meteo assegnano il 94% delle probabilità che il fenomeno de El Niño possa verificarsi tra agosto e ottobre, rispetto al 74% ipotizzato solo il mese scorso. L'alternanza improvvisa di forti piogge e lunghe siccità in Brasile, India, Africa e Sud-Est asiatico rischia di impattare su tutti i raccolti delle principali colture coloniali.

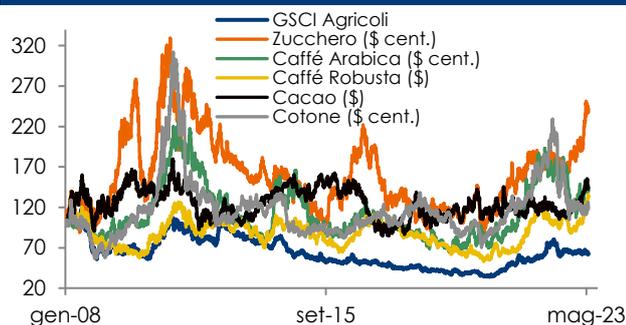
**Cotone: gli effetti del cambiamento climatico potrebbero mutare le aspettative sui raccolti di molti paesi produttori.** Il cotone, nelle scorse settimane, ha replicato i massimi di inizio anno, in area 88 centesimi, spinto dai numeri favorevoli sul consumo globale, riportati dall'analisi mensile WASDE e supportati dai dati di commercio, che hanno registrato, specie per il cotone di origine statunitense, una forte domanda dall'estero. La Cina è stata l'acquirente principale di cotone sul mercato globale nelle scorse settimane, spinta ad accelerare l'import di materia grezza da lavorare dalle previsioni negative sul raccolto domestico del 2023. Una situazione che, a causa dei cambiamenti climatici, sta interessando anche altri paesi produttori, compresi gli Stati Uniti. La domanda di cotone statunitense è attesa in miglioramento, proprio in virtù dei problemi di produzione che stanno riguardando Cina, Pakistan, Turchia e India che, per non trovarsi a corto di materia prima per il comparto della lavorazione dei tessuti e del confezionamento dell'abbigliamento, rischiano di essere costretti ad acquistare dagli Stati Uniti, premendo al rialzo sui prezzi del cotone. Se i timori per gli effetti negativi del meteo sulla resa dei raccolti di cotone rischiano di contrarre l'offerta e alzare il costo dei filati naturali, il ribasso del petrolio alimenta la domanda di tessuti in nylon, i cui costi di produzione (e prezzi finali) risultano inferiori.

**Zucchero: l'alternanza di previsioni sullo zucchero di India e Brasile (i due maggiori produttori) mantiene stabili le quotazioni.** L'Organizzazione internazionale dello zucchero (ISO) ha tagliato la sua stima per la produzione globale di zucchero 2022/23 a 177,4 milioni di tonnellate (MMT) da una stima precedente di 180,4 MMT e ha ridotto la sua previsione di surplus globale a 852.000 tonnellate per il 2022/23, da una stima precedente di 4,15 MMT. L'ISO ha inoltre ipotizzato che il surplus globale di zucchero, per l'annata in corso (2023/24), possa attestarsi a +2,1 MMT. Il mese scorso, i prezzi dello zucchero sono saliti ai massimi da 11 anni, spinti dai timori legati a forniture globali limitate, in seguito anche al comunicato dell'Indian Sugar Mills Association (ISMA) di fine aprile, che ha ridotto la sua stima sulla produzione di zucchero in India per il 2022/23 a 32,8 MMT, dalla precedente previsione di gennaio che indicava 34 MMT. Sul mercato globale, infatti, gravano le decisioni del Governo indiano sull'export di canna da zucchero e prodotto semi-lavorato. L'India (secondo produttore al mondo) potrebbe infatti limitare ulteriormente le proprie esportazioni di zucchero quest'anno a causa della produzione inferiore al previsto. Fino ad ora solo 6 MMT di prodotto hanno lasciato il paese, rispetto alle 11,2 MMT commercializzate nella stagione 2021/22, con un calo evidente: -46% su base annua. L'ISMA già lo scorso 31 gennaio aveva ridotto la stima delle esportazioni indiane di zucchero 2022/23 a 6,1 MMT (dato sostanzialmente già raggiunto e quindi passibile di miglioramento), sottolineando che gli zuccherifici avrebbero probabilmente destinato 4,5-5,0 MMT di zucchero alla produzione di etanolo. Il fattore climatico resta al centro dello scenario: se El Niño si verificasse, potrebbe portare forti piogge in Brasile e siccità in India, con un impatto negativo sulla produzione di zucchero. A riequilibrare le attese di mercato sono le notizie dal Brasile, il primo produttore al mondo di zucchero. A inizio maggio, l'Associazione degli industriali dello zucchero brasiliani UNICA (União da Indústria de Cana de Açúcar) ha stimato che la produzione di zucchero 2023/24, dato di aprile, sarebbe in aumento del 43,7% a/a, con la percentuale di canna da zucchero frantumata per produrre dolcificante (e non biocarburante) che rappresenterebbe il 41,6%, rispetto al 35,3% dello scorso anno, complice probabilmente la frenata dei prezzi del petrolio. Infine, la CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento) ha ribadito, a fine aprile, che la produzione brasiliana di zucchero nel 2023/24 potrebbe salire del +4,7% su base annua a 38,8 MMT, la seconda più alta in assoluto, grazie a una maggiore resa dei raccolti rispetto alla stagione precedente, quando furono danneggiati da condizioni meteo avverse. Uno scenario controverso che mantiene, nel breve, le quotazioni stabili ma che lascia ipotizzare una futura pressione sui prezzi, se i raccolti dovessero essere inferiori allo stimato.

**Caffè: scenario parzialmente diversificato per le due qualità di caffè.** I prezzi del caffè mostrano una marginale divergenza nelle ultime settimane, frutto delle diverse attese sulle due qualità di caffè. L'Arabica ha visto rallentare i suoi prezzi in seguito alle prospettive di una maggiore produzione colombiana (la Colombia è il secondo produttore mondiale di fave di Arabica),

mentre la Robusta beneficia delle previsioni in calo per la produzione in Indonesia. L'USDA, il Dipartimento dell'Agricoltura USA, ha previsto che la produzione di caffè Arabica della Colombia, nel 2023/24, possa salire del +2% a circa 495.000 tonnellate, mentre ha segnalato la possibile contrazione del -18% a/a della produzione di Robusta indonesiana (in contrazione a circa 413.500 tonnellate), dopo che le piogge eccessive hanno interrotto la fase di maturazione dei frutti del caffè (l'Indonesia è il terzo produttore mondiale di questa qualità). La CONAB brasiliana (Companhia Nacional de Abastecimento) ha però ridotto la stima del raccolto di caffè in Brasile, per il 2023, a 2,33 milioni di tonnellate dai 2,35 milioni previsti a gennaio. In aggiunta, il Dipartimento delle Dogane del Vietnam ha segnalato che le esportazioni di caffè di aprile sono diminuite del -22% m/m a 163.607 tonnellate, e le esportazioni di caffè da gennaio-aprile hanno registrato una contrazione aggregata del -5,5% a/a a 716.580 tonnellate (il Vietnam è il più grande produttore mondiale di Robusta). Infine, l'Organizzazione internazionale del caffè (ICO) prevede che il deficit globale sul mercato del caffè nel 2022/23 possa essere di 311.000 tonnellate (dal deficit di 313.000 tonnellate già registrato nel 2021/22). L'ICO stima che la produzione globale di caffè nel 2022/23 aumenti del +1,7% su base annua a 7,31 milioni di tonnellate, a patto che non si verifichino eventi meteorologici di impatto imprevisto, e che il consumo globale di caffè, nel 2022/23, cresca del +1,7% su base annua a 7,62 milioni di tonnellate. Il quadro complessivo difficile e carico di incognite potrebbe favorire un consolidamento dell'Arabica e un marginale ribasso della qualità Robusta.

**Cacao: consolidamento nel breve ma possibili tensioni in estate.** Gli agricoltori della Costa d'Avorio hanno confermato recentemente che le condizioni climatiche favorevoli (l'assenza di pioggia rende le strade ivoriane maggiormente percorribili) stanno facilitando il raccolto di metà stagione (1° ottobre 2022-21 maggio 2023). I sacchi di cacao stanno arrivando più velocemente di quanto atteso nei magazzini portuali, pronti per essere commercializzati. Il prodotto consegnato ammonterebbe a 2,05 milioni di tonnellate, in calo però del -3,8% a/a. Questo quadro ha favorito un parziale storno dei prezzi del cacao, che erano saliti molto a cavallo fra aprile e maggio, proprio per i timori di mancata commercializzazione del raccolto che arrivava con ritardo nei porti. Inoltre, le scorte di cacao, monitorate dall'ICE (la borsa valori delle commodity) e detenute nei magazzini portuali degli Stati Uniti, hanno raggiunto il massimo a 8 mesi: +5.730.012 di sacchi (bags), circa 244.000 tonnellate. Medesima dinamica anche per le riserve nei magazzini dei porti europei, salite anch'esse al massimo degli ultimi 8 mesi: +147.440 tonnellate. Le proiezioni del mese scorso, curate dall'ICCO (Organizzazione Internazionale del Cacao), stimano le scorte globali di cacao nel 2022/23 in calo del -3,5% a/a, confermando anche per questa coltura la centralità del tema climatico. L'ICCO segnala come l'aspettativa di un deficit di approvvigionamento si sia aggravata quest'anno a causa dei timori per le conseguenze degli eventi meteorologici imprevisti, specialmente in Africa occidentale. Le previsioni sulla produzione globale di cacao per il 2022/23 vedono un +4,1% a/a a 5.017 milioni di tonnellate per le fave, e l'ammontare del macinato scendere del -0,6% su base annua, a 5.027 milioni di tonnellate. Infine, se l'offerta appare minacciata dal clima, la domanda sembra invece dimostrarsi resiliente: tutte le associazioni di categoria di Stati Uniti, Europa e Asia confermano che i consumi di cacao, la richiesta di materia prima da lavorare e i volumi di macinazione, relativi al 1° trimestre 2023, sono tutti in rialzo fra il 2% e il 4%, confermando la forza del comparto. Nonostante il consolidamento dei prezzi in essere, anche in questo caso i timori riguardano il raccolto estivo, la cui resa è minacciata dal meteo, che potrebbe generare un'ulteriore pressione rialzista.

**GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)**

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

	24.05.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	533,1	-3,0	-2,5	-18,0	-4,7
Cotone	81,7	-4,0	0,5	-43,7	-2,0
Cacao	3.010,0	11,2	25,6	23,3	15,8
Zucchero	25,5	19,8	30,4	29,1	27,2
Caffè (arabica)	188,0	-1,7	17,4	-12,0	12,4
Caffè (robusta)	2.717,0	27,3	49,6	33,1	45,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity**

	Valore 24.05.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Cotone	81,7	83,0	83,8	88,0	84,0	89,0
Cacao	3.010,0	2.800	2.675	2.738	2.650	2.453
Zucchero	25,5	22,0	21,0	20,8	20,5	20,0
Caffè (arabica)	188,0	187,4	174,5	177,8	180,0	181,1
Caffè (robusta)	2.717,0	2.180	2.030	2.050	2.048	2.030

Fonte: consenso Bloomberg

**Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity**

	Valore 24.05.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Cotone	81,7	84,0	85,0	88,0	85,0	88,0
Cacao	3.010,0	3.048	3.030	3.000	2.940	3.000
Zucchero	25,5	25,0	25,0	26,0	24,2	26,0
Caffè (arabica)	188,0	191	190	190	186	190
Caffè (robusta)	2.717,0	2.605	2.650	2.690	2.500	2.690

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Glossario

Barrel	Barile
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni e importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni e importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati).
BTU	British Thermal Unit - Unità termica inglese
Bushel	Unità di misura delle granaglie, circa 60 libbre
CAGR	Compound Average Growth Rate; tasso
CFTC	CFTC (U.S. Commodity Futures Trading Commission)
COMEX	Commodities Exchange: borsa delle materie prime di Chicago
CONAB	Companhia Nacional De Abastecimento: Compagnia Nazionale dell'Approvvigionamento, dipendente dal Ministero dell'Agricoltura brasiliano
CRB	Commodities Research Bureau Index: indice di riferimento per i prezzi delle materie prime, pubblicato da Refinitiv, anche se storicamente era il Commodities Research Bureau a fornirlo.
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
DJPM	Dow Jones Precious Metal Index
EPA	Environmental Protection Agency USA: Agenzia statunitense per l'Ambiente
Fenabreve	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index: è un indice pesato della produzione mondiale di materie prime, composto da 24 contratti future; l'indice GSCI serve principalmente come benchmark per investire sul mercato delle commodity e come indicatore delle performance delle commodity nel tempo.
GFMS Ltd	Gold Fields Mineral Services: è una società indipendente inglese fondata nel 1989 specializzata in analisi e previsioni su: oro, argento, platino e palladio.
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
LBMA	La London Bullion Market Association raggruppa gli operatori professionali dei mercati dei metalli preziosi con sede a Londra
Libbra	Unità di peso, circa 453 grammi
LME	London Metal Exchange: borsa dei metalli non ferrosi più importante del mondo
NOPA	National Oilseed Processors Association: rappresenta le imprese impegnate nel settore della trasformazione e raffinazione di semi oleosi e dei prodotti derivanti dalla soia.
NYMEX	New York Mercantile Exchange: è il principale mercato mondiale per future e opzioni sui prodotti energetici, come petrolio e gas naturale; su metalli preziosi, come argento, oro, palladio e platino; e su metalli industriali, come alluminio e rame
Oncia	Unità di peso, circa 27 grammi
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese.
Saldo partite correnti	Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
USDA	United States Department of Agriculture: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
Vulnerabilità esterna (indice di)	(Debito estero a breve + debito estero a lunga in scadenza + depositi di non residenti in valuta estera oltre l'anno)/Riserve in valuta estera
WASDE	World Agricultural Supply and Demand Estimates: report mensile del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
WTI	Crude Oil West Texas Intermediate (Crude Oil): derivato sul greggio americano trattato sul NYMEX
\$/bbl	USD per Barrel (dollari al barile)
\$/MMBtu	Dollari per 1 milione di unità termiche inglesi
\$/MT	USD per Metric Tonne – dollari per tonnellata cubica o metrica

## Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, Refinitiv).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 26.04.2023.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Il presente documento sarà disponibile per i clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.com>).

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o

altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

### Certificazione Analisti

L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il/i cui nome/i e ruolo/i sono riportati in prima pagina, dichiara/no che:

(a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'/degli analista/i;

(b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;

(c) l'/gli analista/i citato/i nel documento è/sono socio/i AIAF.

### Note metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

#### Responsabile Retail Research

Paolo Guida

#### Analista Azionario

Ester Brizzolara  
Laura Carozza  
Piero Toia

#### Analista Obbligazionario

Paolo Leoni  
Serena Marchesi  
Fulvia Riso

#### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Cristina Baiardi